株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ

(立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム2014 講演より)

立命館大学経営学部

桐畑哲也

目次

ワット　イズ　インポータント　トゥ　ビカム　ベンチャーキャピタリスト

株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ(以下，NTVP と略す）代表の村口和孝（敬称略）は，2014 年 10 月 3 日，立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラムの講師として，学生を前に，自らの学生時代の経験を語り始めた．大学時代のゼミの教授から，米国にベンチャーキャピタリストという存在があると聞き，飛び込みで，シリコンバレーのベンチャーキャピタリストを訪ね，「ワット　イズ　インポータント　トゥ　ビカム　ベンチャーキャピタリスト」と尋ねたという(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表，2014 年 10 月 3 日立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム 2014 講演)．

「アイ　ハブ　ディレクテッド　シェイクスピア　アット　ケイオウ　ユニバーシティ」
「That's it!」

このベンチャーキャピタリストは，「シェイクスピアの演出という君の経験こそが，ベンチャーキャピタリストになるために，必要な素養である！」と太鼓判を押してくれたという．

村口は，起業に欠かせない素養を語っていく．
「起業で成功するには，何が必要ですか？と聞かれると，いつも次の 3 つを挙げます．」
「第 1 に，オポチュニティ，機会です．」
「機会がなければ事業にはなりません．まだ現れていない未来の顧客でいいから，使いたい顧客がかなりの数，現れそうでないと事業にならないですね．どういった事業機会を考えているのですかと問われると，より具体的にこたえられる方がいい．技術や生活の時代の変化の中にこそ，事業機会の大きな風が吹いてくる．それをとらえましょう．」
「第 2．ケイパビリティ，能力です．」
「機会に対して，商品サービスがちゃんと提供出来ないといけないですね．人，金，技術力は，自分に無いならないでいいのです．社会の中から調達すればいい．ディー・エヌ・エーの南場さん．実は，IT 詳しくなかった．わからなければ，わかる人をつれてくればいいんです．チームを作ればいいのです．」
「最後は，パッション，情熱です．」
「いくら機会と能力があっても，パッションがなければ物事は実現しません．徹夜してもやりたいこと，本当に好きなことを，最初はバカにされても，とにかく行動，行動，そして試行錯誤の精神で，修正しながら，やり抜きましょう.」
「試行錯誤は，失敗ではありません．あきらめなければ，必ずいつか成功するのです．私も，いろいろ

失敗がありましたが，ディー･エヌ･エーへの投資の成功で，銀座にすし店を持つことができた．インフォテリアへの投資の成功では，新橋にワインバーを持つことができた．自分自身の店です．皆さんにも必ずできるはずです！」
(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表，2014 年 10 月 3 日立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム 2014 講演)

Ⅰ　株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ

株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ(以下，NTVP と略す)は，個人のベンチャーキャピタリスト(Venture Capitalist：以下，VCist と略す)が運営するベンチャーキャピタル(Venture Capital：以下，VC と略す)の草分けとして，村口が，1998 年に設立した(図表 1)．社名には，日本からベンチャーを生み出す，テクノロジー型ベンチャーで世界に出る，スタートアップ段階から投資する，会社ではなくパートナーシップでやるとのコンセプトが込められているという(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．1998 年 11 月には，VC ファンド，日本テクノロジーベンチャーパートナーズ i-1 号投資事業有限責任組合(以下，NTVPi-1 号と略す)を設立し，以降，同ファンド 7 号ファンドに至るまで，ファンドの企画設計・運営・事務等を行っている (図表 1，2，3 参照).

Ⅱ　日本の VC 業界

経済協力開発機構（Organization for Economic Co-operation and Development：以下，OECD と略す）諸国における 2012 年の年間 VC 投資額を見ると，米国が，26652．4 ドルと突出しており，続いて，日本が 1553．6 ドル，カナダが 1470．1 ドル，英国が 929．1 ドル，イスラエルが 867．0 ドル, フランスが 710. 5 ドル, ドイツが 706. 2 ドル, 韓国が 606. 9 ドル等と続く(OECD，2013:89)．日本は，米国の 17 分の 1 以下だが，第 2 位につける．一方，年間 VC 投資額を対国内総生産比でみると，イスラエルが最も高く，0．36%，続いて，米国が 0．115%となっており，以下，カナダ(0．08%)，ハンガリー(0．066%)，スウェーデン(0．054%)，アイルランド(0．054%)，韓国(0．054%)と続く．日本は 0．026%と，フランス(0．027%)よりやや小さく，ドイツ(0．021%)よりやや大きいレベルとなっている(OECD，2013:89)．OECD(2013)が「ベンチャーキャピタル投資は，(中略), イスラエル, 米国の例外を除いては, GDP の 0. 05%から 0. 02%程度となっている(OECD, 2013:88)」と指摘するように，人口 700 万人を超えるレベルながら，ハイテクスタートアップの輩出，VC 投資で成功を収めるイスラエルを除いては，米国が，絶対額，対国内総生産比で見ても，他の OECD 諸国を圧倒している．

日本初の民間 VC は，1970 年に，京都の経済同友会が母体となって設立された京都エンタープライズディベロップメントである．京都エンタープライズディベロップメントは，「ハイテクノ

ロジーをもった中小企業の育成，京都における知識産業振興(オムロン株式会社社内資料「京都エンタープライズディベロップメント(株)」)」の役割を担い，投資先の役員等として関与するハンズオン投資を志向する VC として設立されたが，わずか 2 年で解散に追い込まれる．以降，日本の VC 業界においては，銀行，証券等の系列 VC が，業界の多数を占めたてきた他，株式公開直前等，既に成熟している企業に対する投資割合が高く，創業まもない起業家への投資には，あまり積極的ではないとされた(Hamao， Packer and Ritter， 2000)．また，ハイテク分野への投資パーセンテージも，それほど高くないことが，日本のイノベーションシステムにおける課題として指摘されてきた(OECD ， 2003， OECD， 2008).

しかし，NTVP が業界に参入した 1990 年代後半に日本の VC 業界は転機を迎える．1990 年代後半以降，景気の変動に伴う曲折はあるものの，1990 年代後半以前と比較すると，日本の VC 業界は，大学発ベンチャーに代表されるインターネット，バイオテクノロジー，ナノテクノロジー等，ハイテク分野，且，成長初期のベンチャーへ投資や，投資後，投資先の役員等として関与するハンズオン志向型 VC が増加する.

財団法人ベンチャーエンタープライズセンター編(2012)によると，2010 年の日本の VC 投資における新規投資先成長段階別構成比率(金額ベース)は，レイターステージが 33．1%，エクスパンションステージが 34．4%，アーリーステージが 28．1%，シードが 4．4%となっている．新規投資先成長段階別構成比率の変遷をみると，1990 年代後半までは，日本の VC の投資先は，多くが社歴 10 年以上の企業が多数を占めていた．しかし，1990 年代後半以降，特に，2000 年から 2003 年にかけては，シード，アーリーステージを合わせた新規投資企業への投資割合が 60%前後に増加する等，急速に成長初期企業への投資にシフトした．ただ，その後，減少傾向となるものの，2010 年でみると，シード，アーリーステージを合わせた新規投資企業への投資割合は，30%強のレベルとなっている．1996 年には，現在のシードにあたる「設立投資」は 3．2%，アーリーにあたる「設立後 5 年未満」は 13．8%で，一方，社歴 20 年以上の新規投資先の割合が，37．8%に上っている(通商産業省編， 1996)ことと比較すると，日本の VC 業界では，歴年による増減はあるものの，成長初期企業への投資に注力する傾向にあることがわかる.

投資先企業の業種をみると，投資先成長段階と同様に，1990 年代後半以降，IT，バイオテクノロジー等，研究開発型ベンチャーの投資が増加している．財団法人ベンチャーエンタープライズセンター編(2012)によると，2010 年の VC 投資における投資先企業の業種は，IT 関連が 31．7%，バイオ／医療／ヘルスケアが 13．7%となっている．一方，新規投資先成長段階別構成と同様に，1996 年の調査をみると，「その他の卸売業，小売業(商社を除く)」が最も多く，「その他製造業」「一般機械機器製造業」「貸金業，投資業等非預金信用機関」と続き，食品，建設等従来型業種へも幅広く投資がなされている.

Ⅲ　ベンチャーキャピタリスト，経営理念

1　ベンチャーキャピタリスト

村口は，1958 年徳島県生まれ，1984 年，大学卒業後，大手 VC の株式会社ジャフコに入社した．東京営業本部にて静岡県等を担当した後，1987 年 2 月，北海道ジャフコに出向した．第一臨床検査センター[1]，ジャパンケアサービス[2]等を担当した後，1994 年 6 月，ジャフコ東京投資本部に転勤し，新潟県，PALTEK[3]等を担当した．しかし，ジャフコ入社から 14 年後の 1998 年 4 月，イスラエル休暇視察旅行を契機に独立を決意，同年 7 月，NTVP を設立した(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．独立の理由について，村口は，インターネット関連事業が次々と立ち上がる中で，無名の起業家の活動に魅力を感じた．無名の起業家への支援は，組織としての VC 会社ではなく，個人の VCist がなすべきである．組織の合意を取り付け，平均的な意思決定を行っていては，大胆で個性的な投資はできないと語る (株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)[4]．村口によると，ジャフコでの VCist 時代を含めると，投資によるキャピタルゲインは 300 億円を超えているという(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．

2　NTVP の業務内容，ビジョン及び運営コンセプト

NTVP の業務は，ベンチャー企業への投資意思決定ならびに役員就任，経営指導，ベンチャ

1　現在の株式会社アインファーマシーズ．1994 年 3 月，日本証券業協会（現東京証券取引所 JASDAQ 市場）に店頭公開．

2　1997 年 10 月，日本証券業協会（現東京証券取引所 JASDAQ 市場）に店頭公開．

3　1998 年 7 月，日本証券業協会（現東京証券取引所 JASDAQ 市場）に店頭公開．

4　村口(2008B)は「ベンチャーキャピタリストとは，資金をプールする入れ物である投資事業組合（P）の運営を担う，業務執行組合員（GP）組織のパートナーのことである．最低限は自らファンドに出資しなければならず，自ら投資先の役員となり事業の進捗を監督支援している．これは非常に危険の伴う重責であり，他の株主から代表訴訟の危険に身をさらしながら，投資先の役員会で高度な判断と言動を求められる」と述べた上で，「米国のベンチャーキャピタリストは，①自ら投資事業組合を組成し，自ら投資組合に出資参加する．②投資意思決定に，権限と責任を負っている．③投資組合から管理報酬（マネージメントフィー）をもらって活動し，投資に成功するとキャリー（成功報酬）がある．④投資した会社の社外役員となって関与し，事業発展の進捗状況をモニターしながら，概ね 5 年間の長期に渡って支援する．⑤投資活動の規則は，組合契約で定められていて，長期にわたり自由に辞められない．ところが，日本の従来型の VC 会社は，構成員をサラリーマンとしてベンチャー投資活動を行っている．日本の VC 会社投資担当者の特徴は次のようである．①自ら投資組合を組成せず，自ら出資していない．②投資組合の投資意思決定に提案権は持つが，決定権は無く責任も無い．③会社からの従業員としての給料と賞与で報酬を得ている．（成功インセンティブが小さい）④対外的責任が重いので，投資先の社外役員にならない場合が多い」と指摘する．

ー事業立ち上げの調査・相談，ベンチャー事業計画の相談，テクノロジー・市場・事業の評価検討，ベンチャー事業への資金調達，株主政策の相談，VC（投資事業組合）投資の実施，組合の運営，ベンチャー事業実施の相談，役員等への就任及び活動，ベンチャー事業繁栄に向けてのコーディネート等と多岐にわたる．ベンチャー投資に留まらず，投資先の役員等として関与するハンズオン(Hands-on)支援，利害関係者間のコーディネート等も含まれているのが特徴である．

また，NTVP は，社会的使命として，(1)運用成績・投資先の質ともに世界的レベルの日本発の本格的 VC ファンドを実現すること，(2)日本発の複数の優秀なベンチャー企業を七転八倒しながらも段階に沿って集中的に投資育成し，最終的に世界で活躍させること，(3)投資先ベンチャーの企業体としての経営の質を高め，上場企業として高い評価を受けること，(4)投資先相互の協力を推し進めること，(5)カンファレンスの定期的実施等を通じ，日本で創造的創業支援投資交流に貢献すること，(6)青少年起業体験プログラムや政策提言等を通じ，日本における質の高いベンチャー投資環境整備に貢献すること，(7)日本の「個人と機関投資家による健全な資本主義経済」の発展に貢献すること，(8)組合運営における関係法令遵守を大前提として，高い倫理観に基づいた運営の遂行に努めることの 8 つを掲げる．投資先企業の役員等として関与するハンズオン支援に加えて，カンファレンスの定期的実施や，青少年起業体験プログラムや政策提言な等，創業支援関連事業にも注力している．また，これらを運営コンセプトとして示したものが，「9 つの I（アイ）」である．すなわち「Independent Innovative Individuals and Institutions Incubating new Interesting businesses with International cooperation and Investment Incentives」における 9 つの I(アイ)に由来するとしている(図表 4 参照).

NTVP の投資ビジョンについて，村口は「20 世紀は，工業化社会で，すべての人が，民放ドラマ「半沢直樹」のように組織人として，大企業等の既存組織に組み込まれるのが当たり前の時代であった．21 世紀は，情報化社会で，個人がそれぞれ創造力で自ら組織を作り，人生を個性的に生きていかなければならない全く新しい時代であり，それは，明治維新で武士の時代が終わったのに似ている．NTVP は，ゼロから新組織を起業しようとする，未来への情熱のある，21 世紀を担える無名の若者に出資して応援したい」と語る(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表，2014 年 10 月 3 日立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム 2014 講演).

Ⅳ 事業展開

1 NTVP 設立に至るまで

村口は，1958 年徳島県海部郡海陽町で生まれた。自身が生まれる 12 年前の 1946 年，南海大地震による津波で，海陽町は大きな被害を受け，母方の祖父を亡くしている．村口は，南海大震災当時，小学生だった母親から，地元，海陽町の多くの人々に大変助けられたと聞かされて育っ

たと言う．中学生の時には，水泳に打ち込み，徳島県の水泳大会の平泳ぎ種目で，優勝経験を持つ他，大学入学後は，大学のアマチュアクラブでシェイクスピア劇の演出にのめり込んだ．村口は，「ゼロから始めても目標を高く持ち，半年間集中しさえすれば何とかなる」ことに気が付いたといい，「地方の無名の青年を選んで投資する．なぜなら根性があるから．」とする村口特有の投資判断基準は，自身のこうした経験に根づく(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー,2014 年 7 月 17 日).

村口が，VC という仕事を知ったのは，大学 3 年の時で，大学時代のゼミの教授からで，創業ベンチャーに投資支援する VCist という職業に興味を持った(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表, 2014 年 10 月 3 日立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム 2014 講演)．大学 4 年の時，シリコンバレーに関する翻訳本の中に，シリコンバレーのサンドヒルロードに VCist の事務所が集合しているという記述を見つけると，飛び込みで VCist を訪問した(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表，2014 年 10 月 3 日立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム 2014 講演)．一方で，大学 3 年の時，後に就職することになる VC 会社・ジャフコで，アルバイトをした際には，日本の VC 会社の実態を知る．その業務の一部を初めて体験し，VCist という仕事は，創業ベンチャーを育てる職業ではないのではないかと不安になったという(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日).

1984 年，大学卒業と同時にジャフコに入社した．当時のジャフコでは，社歴があり，既に数億円の利益の出ている未上場企業への投資が主流であった．村口も，中堅企業の投資上場支援案件に注力した時期があるという(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．食品スーパーの福原，建設機械レンタルの共成レンテム，ハウスメーカーの松本建工，土屋ホーム等の投資を担当した．村口は，こうした支援経験の中で，社会の中で企業がどうやって事業機会をとらえ，周りと関係しながら商品を顧客に提供して事業が成り立っているか理解すると共に，数年がかりの上場準備支援，監査法人や証券会社の調整，税理士を交えての相続対策等，VCist としての知識，対処能力を身につけたという(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日).

その後は，村口は，創業ベンチャー投資に力を入れていく．1987 年には，第一臨床検査センター，1992 年には，ジャパンケアサービスへの投資を行った．第一臨床検査センターは，当時，売上高 4 億円程度で，同社社長の大谷喜一(敬称略)は 36 歳の青年実業家であった．「大谷社長は，夕方になると，電話をかけてきて，『村ちゃん，コーヒー飲みに来ないか．話したいことがある』と誘い，札幌駅南口の喫茶店に行き，将来の会社経営を語った(村口， 2008A)」という．「今，規模は小さくても，積み上げていけば，大谷社長は上場会社の社長となって成功すると確信している」と，村口はいつも励ました(村口， 2008A)．大谷社長は，困っていることや考えていること

を聞いてもらい，且，会話の中から考えをまとめていくための話し相手が必要だったのかもしれないと，村口は当時を振り返る(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日).

ジャパンケアサービスへの投資では，日本の VC の課題に直面する．ジャパンケアサービスは，当時，本業の売上高が数百万円しかない介護サービスベンチャーであった．村口は，介護サービスが，大きな市場として 5 年以内に民間需要が立ち上がる．その際，高品質なマンパワーを大量に動員できる企業が，介護サービス業界のカギとなると予測し，レポートを作成して投資すべきと社内で訴えた(村口，2008B)．ところが，会社は，業界もなく，実績も無い会社に対して，投資すべきではないという．村口は，市場が創造される前のベンチャーに，実績やデータが無いのは当然であり，そこを先行評価してこそ VC 投資ではないかと主張した．調査をさらに進め，資料を作り直し，社内の関係する人たちを必死で説得した(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．結局，投資することにはなったが，近頃，最低の案件と役員に評価された(村口，2008B)．長谷川(2006)によると，投資することとなった 1992 年当時，ジャパンケアサービスは，売上 1500 万円，実質 3500 万円の赤字の介護サービスのベンチャーであった．村口は，ジャフコ社内での批判の中，当時としては，極めて珍しかった額面の 4 倍の価格で総額 1 億円の投資を強行したという(長谷川，2006).

この他，村口が投資した創業ベンチャーで，後に上場企業にまで成長した企業としては，いわゆる萌え系コンテンツ企画，制作のブロッコリー，ネットマーケティングのセプテーニホールディングズ，マイクロサーバー関連機器製造のぷらっとホーム，半導体および関連製品販売事業の PALTEK 等がある(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日).

1998 年，ジャフコを退社する直接の原因とするイスラエル訪問に旅立つ．当時，村口は，ジャパンケアサービスやアインファーマシーズ等の複数の成功体験から，日本における VC 投資のあるべき姿をそろそろ思い描けるような気がしていた(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．イスラエルでは，VCist が，シリコンバレーの VCist と同様，創業ベンチャーへの投資と投資後，投資先の役員等として関与するハンズオン支援を行っていることを体感し，日本で個人の VCists が，独自の見解で，独立的に創業ベンチャー投資を行う VC を設立しよう，設立しなければならないと決意したという(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日).

2　NTVP，ファンド設立

1998 年 7 月，NTVP を設立した．同年 11 月には，NTVPi-1 号を設立した．98 年 11 月に施行になった投資事業有限責任組合法を活用，NTVPi-1 号は，日本初の設立登記組合となったとい

う(村口，2008B)．ファンドの総額は，3 億 3，000 万円，組合構成員は，村口が，無限責任組合員となり，有限責任組合員には，株式会社堀場製作所の創業者で現最高顧問の堀場雅夫(敬称略)，株式会社 PALTEK 創業者で現会長の高橋忠仁(敬称略)等，公開会社オーナー等，起業を理解する篤志家が名を連ねた(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)[5]．第 1 号ファンド，NTVPi-1 号のファンド規模は，3 億 3，000 万であった．翌年，99 年 11 月には，NTVPi-2 号ファンドを立ち上げ，続く，2000 年 2 月には，NTVPi-3 号，同年 9 月には，NTVPi-4 号を相次いで立ち上げた．

1998 年 12 月に，第 1 社目の投資先として，デジタル画像システムの株式会社イメージワンに投資を実施，翌年 1999 年 2 月には，2 社目の投資先として，XML ソフト開発のインフォテリア株式会社，同年 3 月には，第 3 社目の投資先として，半導体製造装置開発製造の株式会社アイ・アンド・エフへの投資を行った．これら投資先の社外取締役に，村口自身が就任した．

一方，投資活動に並行して，創業支援関連の事業にも注力した．1999 年 10 月には，ビルオーナー，ベンチャー支援 NPO，インターネットプロバイダー等の協力を得て，創業予定の個人やグループのためのインキュベーションスペース，iGATE を，東京浜松町に設立する等，創業準備期間の支援を行う活動も行った．設立の背景について，村口は，VC 会社のサラリーマンを 14 年間務めた自分が，実は，創業経営の実態を知らないことを痛感したためと述べる．商号を決め，創業登記し，銀行で口座を開き，事務所を借り，机を準備し，電話を引き，ネットのプロバイダと契約し，名刺を作る．これは大変なことと気がついた瞬間に行動せずにはいられなかったと述べる(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．

1999 年 10 月，NTVP の社会貢献活動である青少年起業体験プログラムを，大田区池上本門寺境内で初めて開催した．このプログラムは，小学生から中高生までを中心とした将来のベンチャー候補生たちが，現実さながらの会社設立と事業立上げプロセスを体験することで，資本主義経済のしくみを学びとること，さらには個々が，自分で考え，行動する力，を伸ばしていくことを目的とした企画である．その特徴として，単に模擬店を出して販売を行うだけでなく，本物の VCist や公認会計士，銀行員，大学生等によるサポートのもと，事業構想，市場調査，ビジネスプランの作成，プレゼンテーション，株券による資金調達，商品開発，ビジネスモデル試行錯誤，販売促進，仕入加工生産在庫，販売活動，決算書作成，監査，株主総会，利益配当，解散といっ

5　村口(2008B)によると，株式会社堀場製作所の創業者，堀場雅夫現最高顧問に出資の依頼をした際に，「会社組織から独立し超然とした投資の仕方を実践するベンチャーキャピタルがいなければ，日本から創業ベンチャーが発展して来ないと考えている．その意味で，投資事業組合員も会社でなく個人で組成したいと思います．ですから堀場製作所という会社ではなく，創業者であられる堀場さん個人へ，協力のお願いに参りました」と依頼すると，いきなり堀場現最高顧問は「ほれやっ！」，「私の考えるベンチャーキャピタルのイメージに最も近い！」と述べたという．

た一連の流れを，実際に現金を使って体験してもらうものとなっている(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表，2014 年 10 月 3 日立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム 2014 講演)．この起業体験プログラムは，その後，徳島県立海部高等学校，郁文館夢学園，品川女子学院，慶應義塾大学，成蹊大学，九州大学，福岡大学，横浜市立大学等の教育機関，徳島県徳島市，阿南市，群馬県前橋市，千葉県千葉市等の地方自治体等と共催でも実施されている(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表，2014 年 10 月 3 日立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム 2014 講演)．

その後，NTVP では，2004 年 3 月に第 5 号ファンド，NTVPi-5 号を立ち上げる．2006 年 3 月には，第 6 号ファンド，NTVPi-6 号，2007 年 8 月には，第 7 号ファンド，NTVPi-7 号を立ち上げている．5 号ファンド以降は，ファンド規模の拡大に伴い，出資者の中心が機関投資家となり，その投資規模を拡大させた．

Ⅴ 個人主導，創業ベンチャー投資の実際

NTVP の個人主導，創業ベンチャー投資の実際について，特に 2 社の投資先，インフォテリア，ディー・エヌ・エーの事例にフォーカスし見ていく．

1 インフォテリア株式会社

インフォテリア株式会社は，1998 年 9 月，現社長の平野洋一郎(敬称略)と副社長の北原淑行(敬称略)が設立した XML ソフト開発ベンチャーである(図表 5 参照)．村口が，インフォテリアの平野と初めて会ったのは，インフォテリア創業から 3 か月後の 1998 年 12 月，東京浜松町の貿易センタービル地下のレストランでのことであった(村口，2008C)．

翌 1999 年 1 月，インフォテリアは，商用 XML エンジン「iPEX」を発売する．同月，村口は，平野，北原と，東京田園調布のイタリアレストランで，インフォテリアへの投資について話し合った．そこで，3 人は，XML がネット情報空間を単なるワープロ空間から自由に情報の飛び交うデータベース空間に進化させ，もっと自由豊かで安全なものにしたい．インフォテリアが，その役割を担おうと合意したという(村口，2010)．同年 3 月，NTVP は，1 株 1 万 2500 円でインフォテリアに第 1 回目の投資を行うと共に，村口がインフォテリアの社外取締役に就任した．村口によると，インフォテリアは，事業計画もまだ十分ではなかったが，XLM 事業領域の将来性と平野の可能性を評価し，投資を実行したという(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．投資額は 1 億円で額面の 4 倍であった(村口，2010)．この第 1 回投資においては，投資と同時に，堀場製作所の創業者の堀場雅夫らと共に，東京大手町で記者会見をした(村口，2010)．村口は，インフォテリアへの投資の意義について，独立個人の VC 投資事業組合が，設立間もないハイテクベンチャーに額面の 4 倍で投資し，また，

VCist が契約にもとづいて役員で入り，2 年程度で株式上場を目指そうという，いわゆるシリコンバレー型モデルを日本で実行した点にあると振り返る (株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日). 同年 6 月，NTVP は，1 株 1 万 8750 円で第 2 回増資を行う．インフォテリアは，同年 7 月，目黒区に本社移転した．また，同年 11 月，1 株 6 万 2500 円で，証券系 VC 等に総額 6 億円の第 3 回増資を行った(村口，2010).

翌 2000 年は，新興市場が活況を呈していた．同年 2 月，インフォテリアは，東京目黒区から大井町に本社移転した．同年 3 月，外資系証券会社等を引受先として株価 25 万円で 20 億円の増資を行った．インフォテリアは，99 年，2000 年と，NTVP 等 VC，証券会社等への増資で，合計約 27 億円を調達した(村口，2010). 同年 4 月には，米国ボストンに子会社を設立する．さらに，同年 10 月, XML に特化したアステリア forRosetta Net を発表した. このころ, インフォテリアは, 上場準備に向けて，監査役に上場に詳しい人材を登用する等，早期上場を目指していた(村口，2010).

しかし, インフォテリアが, 上場を果たすのは, 2007 年 6 月まで待たなければならなかった. まず。インフォテリアの米国事業が, 現地子会社設立から 2 年以上赤字を垂れ流す結果となった. 米国子会社では，十分な市場での検証がなされないまま，過剰なスタッフを雇い，月間数千万円の費用を掛け，事業を急拡大しようとした．村口は，当時のインフォテリアの CFO に早く現地へ行くように何度も忠告した。しかし，なかなか現地を訪問しない。これに業を煮やした村口は，01 年 2 月，自身でボストンを訪問し，現状を調査した(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日). また，同時期，インフォテリアは，外部コンサルタントの助言により，国内営業強化策を実施したが，高額なコストに見合う成果を得られなかったという(村口，2010).

村口の帰国後，インフォテリアの役員会で，米国子会社の課題が，明確に意識されるようになった．米国子会社の幹部を来日させる等，検討の結果，翌 02 年 5 月，米国拠点を完全閉鎖した(村口，2001). 2001 年 3 月期から 2002 年 3 月期の 2 年間で，20 億円の赤字を累積した．インフォテリアでは，社内の現金残高が数億円まで減少し，村口も参加する毎月の役員会には，リストラが間に合うか，又は，破綻かという危機感があった．同年 6 月，インフォテリアは，ノン・コーディングコンセプトの「ASTERIA R2」を発売した．この製品の売上によって，縮小均衡ながら，なんとか出血を止めた(村口，2010). インフォテリアでは，訴訟の危険等に注意しながら，米国子会社を閉鎖し，リストラを行い，国内営業を建て直すことを目指した．役員構成を変え，報酬委員会を作った(村口，2010).

翌 2003 年 3 月期決算では, 教育事業やアステリア等の事業が伸びたものの, 売上高約 8 億円, 経常損益 1000 万円の赤字となり, 累損を抱えたことから, 株主の了解のもと, インフォテリアは, 減資を実施した．2003 年には，担当監査法人を代えた.

翌2004年3月期決算は，初めて黒字になると期待された(村口，2010)．しかし，期末最後の案件が，新年度に延期となり，結局，売上高7億5000万円，経常損益1億円の赤字と赤字を続けた．20億円以上あった手元現金は3億円にまで減少した(村口，2010)．2003年から2004年の2年間は，インフォテリアにとって，非常に苦しい期間で，資金的にも底の時期であった(村口，2010)．インフォテリアでは，役員会で，現金残高予測棒グラフを毎月分析して，地道にアステリアの導入実績と信頼を積み上げることを目指したという(村口，2010)．

翌2005年は，インフォテリアにとって変化の年となった．インフォテリアでは，2004年後半には，優良案件が入るようになり，業績の見通しが立ってきた(村口，2010)．同2005年3月は，1株4万円で松下電工ＩＳの出資が約3億円あり，現金残高が6億円を超えた．村口(2010)によると，業績見通しが良いにも関わらず，過去25万円で発行した株価が4万円に下げられる事は，既存株主であるNTVPとしては厳しかったが，反対は出来なかったという．2005年3月期決算は，売上高が8億円を超え，経常損益は通期初の黒字，且，1億円を超えた．同年9月，ストックオプションを出し，体制立て直しを行った．同年11月，外資系証券会社等が投資から5年半を経て，事業提携先に株を譲り完全撤退した．この頃から，株式公開に向けて，主幹事証券からヒアリングが始まったが，時間外給与処理等の課題があったという(村口，2010)．

翌2006年3月期には，売上高約9億円の黒字決算で上場準備体制を固めた(村口，2010)．同年8月にはソーシャルカレンダー，c2talkの提供を開始し，Web2.0のサービスを始める．同年9月，アステリアの導入社数が300社に達し，システム統合ソフト市場の国内シェアトップになった．アステリアが順調に市場に浸透し収益も成長軌道に乗った．

翌2007年3月期は，売上高10億円を超え，経常損益約2億円の黒字を計上した．同年6月，インフォテリアは，東京証券取引所マザーズに上場した．その後，同年10月，オンライン表計算サービス，OnSheetの提供を開始，2009年6月には，Handbookを発売した．同年12月には，アステリア採用企業が，1000社に到達し，2010年3月，TwitCalを開始した．

インフォテリアへの一連の投資について，村口は「インフォテリアには，少なくとも100回以上は，訪問している．投資を決断したVCistとして大変厳しい時期を経験したが，一度投資したからには，やり遂げなければならないとの思いからである VCistsとしてのインフォテリアの成功で，自らもワインバーを持つことができた．起業の世界は，わかりやすいし，そこがおもしろい．」と総括する(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年7 月17 日)．

2　株式会社ディー・エヌ・エー

株式会社ディー・エヌ・エーは，1999年3月，有限会社として，元社長の南場智子(敬称略)，現社長の守安功(敬称略)らが設立した(図表6，7参照)．村口が，南場と知り合ったのは， 同年7月，東急

電鉄池上線千鳥町駅前の小さな喫茶店のカウンター席で，以前から面識のあった南場の主人からの依頼であったという(村口，2008E)．村口は，南場の提案について，普及期に発展するネットオークションを立ち上げるというので興味を持った．ただ，南場は，ベンチャーの経営実務と IT 技術に詳しくないように感じた，また，大企業が持株比率を大きく持つ予定である点が引っかかり，支援をしてよいか迷った．ただ，自分と同じ，地方出身で無名の南場に，経営者としての魅力を感じていたと述べる(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．

村口は，南場との初対面から二週間，何度となく南場からの強い支援要請があり，何回かのミーティングを経て，基礎的な支援を開始した。事業計画作成支援のため，NTVP のスタッフを派遣し，市場調査をさせた．また，村口の妻が労務の手続き，また NTVP の別のスタッフが有限会社を株式会社へ組織変更する等の支援をした(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．初対面から 2 か月後の同年 9 月中旬，ディー・エヌ・エーの資本政策について南場と合意した．特に，南場ら創業者の持株比率があまり下がらないように工夫した(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．合意した内容は，(1) ディー・エヌ・エーに対し，ソネットとリクルートが資本提携して株式を 3 分の 1 ずつ持ち合うとする，(2)その上で，NTVP が，ネットオークションの新サービス，ビッダーズ開始を確認した上で，資本提携株価よりも高株価で，立上げ時の資金として３億 2 千万円を出資する．早期上場を果たすため，監査法人と証券会社を紹介するというものであった(村口，2008E)．

1999 年 10 月 23 日，土曜日朝，村口は，南場から電話があり，ディー・エヌ・エーの事務所に急いだ．1 カ月後に，ビッダーズのオープンがひかえていたが，外注したはずのシステムが出来ていないという．テスト版を試作したときには，スムーズに動いていたので，誰もがシステム開発を依頼したベンダー担当者の話を信じ込んでいたという．毎日朝から夜までシステムの仕様についての会議を行い，要件定義書を変更しベンダーに送っていたが，実際の開発は進んでいなかった(長谷川，2006)．この時，村口は，週明け月曜日の朝，すなわち 48 時間以内に，初期的な作業に取り掛かっており，オープンに間に合う見通しができている状態にしなければならないと覚悟した(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．昼ごろには，インフォテリアの北原と連絡することが出来，北原に応急処置を依頼した．北原は，要件定義書すべてに目を通し，2 つの条件がそろえば，システムは稼働できると述べた．第 1 は，システム開発の責任者をすぐに外して，ゼロから自分がリーダシップをとること，第 2 は，1 か月後のオークションサイトのオープン時には，使える機能を絞り込むことであった．具体的には，重要な出品機能をあきらめることであり，ビッダーズは，落札機能のみでスタートすることとなった(長谷川，2006)．村口は，丸 2 日ディー・エヌ・エーに泊まり込み，

会社の危機を乗り越えるところまで，北原と作業をし，月曜日朝には，何とか見通しが立つところまでこぎ着けたという(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．この時，村口は，南場らの必死の取り組みを目の当たりにし，ディー・エヌ・エーへの投資は正解と確信を深めたという(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．

NTVP は，1999 年 11 月 29 日，ビッダーズのオープンを待ち，ディー・エヌ・エーに 3 億円余りを初めて出資した. NTVP の NTVPi-2 号ファンド設立直後であった. 長谷川(2006)によると，増資後時価総額を 52 億円と評価する大胆なものであったとされる．当時，ビッターズは，1999 年 11 月のサービス開始から間もなく，2000 年 2 月決算でも，売上高 56 万円，税引き後損益は，1 億 7000 万円の赤字という状況であったとされる(長谷川，2006)．株価算定に際しては，未上場中小企業に適用される相続税評価額方式ではなく，ディスカウント・キャッシュ・フローや eBay 会員数一人当たりの時価総額，さらに売上時価評価倍率を使い算定した(村口，2008E)．

2000 年 2 月末，村口は，上場の下準備と勉強のため，南場をサンフランシスコに招き，インベストメントバンクの eBay 担当ネットアナリストを紹介した．その際，南場から故郷，新潟の厳格な父の話や，留学先のハーバード大学時代の話を聞き，危機に際しての南場の根性の背景が分かった(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．同年 3 月には，時価総額約 150 億円で，住友商事中心に 13 億円の増資が成立し，NTVP も追加投資した．当時，事業計画は非常に楽観的なもので，数年後に，売上百億円に達する計画だったが，実際に，ディー・エヌ・エーが，売上 50 億円を超えるのは，上場の翌年の 2006 年のことである．

当時，ディー・エヌ・エーは，早々とビッダーズ立上げを発表しながら，ヤフーにネットオークション市場参入の先を越されてしまった．ビッダーズは，当初，手数料が高く，出品もアダルトを規制する等厳格にしたために，無料，且，オープンなヤフオクが，市場を圧倒してしまった(村口，2008E)．ディー・エヌ・エーでは，まず，ビッダーズ立ち上げの際に，貧弱であったネットの技術者の中途採用に力を入れた．次に，ヤフオク対抗連合を結成して，同年 7 月，MSN 等複数のポータルサイトにオークションエンジンと共通データベースを提供開始した他，「おいくら」という中古品市場を検討する等，キャッチアップの努力を続けた．しかし，時間とともにヤフオクとの差は開く一方であった．経営面でも，初期顧客獲得のためのプロモーション費用がかさみ，毎月，赤字を計上した．さらに，IT バブル崩壊で新興市場に逆風が吹き始め，早期上場計画も棚上げとなった(村口，2008E)．

NTVP は，2001 年 3 月の第 3 者割当増資にも，3 回目の資金提供をして，4 億円を投資し，合計で，ディー・エヌ・エーに 8 億円の投資を行った(長谷川，2006)．あと数カ月で投資家から集めた資金が無くなる事を懸念しての追加出資であった(村口，2008E)．3 回目の投資は，当初，

NTVPとしては，2億5000万円投資の予定であった．しかし，株主でソネット以外，追加投資に同意するところがなく，結局4億円の投資となった(村口，2008E)．同年5月，eBayの日本撤退やヤフオク有料化の報道に力を得て，ディー・エヌ・エーは，ECサイトの強化を行った．村口(2008E)によると，それまでネット上で待ちの営業だったディー・エヌ・エーが，中小商店に対する電話営業で駆けずり回る等，経営の質的転換が図られたことで，同年12月には，単月黒字を創業以降初めて達成したという．

翌2002年，ディー・エヌ・エーは，夏場無料キャンペーン等で対応し，規模を大幅に拡大し，黒字基調が見えてきた．しかし，どうしてもヤフオクを抜くことは出来ず，逆転は絶望視されていた(村口，2008E)．

翌2003年後半になり，ディー・エヌ・エーは，ようやく黒字基調となった．2004年2月，出品数100万品達成し，同年3月，携帯用オークション，モバオクをオープンした．モバオクの成功を受けて，上場の準備を再度本格化させた．ディー・エヌ・エーは，2005年2月，東京証券取引所マザーズに上場した．時価総額900億円での株式公開であった．

2006年2月には，モバゲータウンを開始した．ディー・エヌ・エーが，売上30億円程度で，2005年2月に上場した際，現社長の守安等が，新規事業として提案したアイデアの一つが，モバゲーであった(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年7 月17 日)．顧客調査から，ディー・エヌ・エーは，携帯電話サービス市場に，まだ大きな可能性があることが分かった．モバゲーは，開始早々会員が爆発的に伸びた．その後，売上が100億円を超えて，2007年12月，東証一部に昇格した(村口，2012)．

翌2008年，SNSの社会問題へ対応する為，カスタマーセンターを設立した．同年9月には，英語圏に向けたケータイSNSサイト「MobaMingle」の試験版を開始した．翌09年8月，モバゲーのオープン化を決定し，同年10月には，ソーシャルゲーム「怪盗ロワイヤル」を開始した．2010年，米国ngmoco Inc．社を子会社化し，米国進出を本格化した．2011年，売上が1000億円を超え，南場創業者が代表取締役を退任して，守安の体制となった．

NTVPは，ロックアップ契約が解けた2005年8月に，ディー・エヌ・エーの時価総額が1260億円を付けるに至り，投資額の10倍以上のキャピタルゲインを得た．IRR(Internal rate of return)にして，年率56%をあげたという(長谷川，2006)．2005年末，村口は，現住所を出身地徳島県の故郷に一時移転する．この移転により，故郷の自治体に収めた個人の納税額は5000万円以上に上るという．「1946年12月，母方の祖父を南海大震災で発生した津波で亡くした．それからずっとお世話になった町に，住民税を納付して報いることが出来た」と述べる(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年7 月17 日)．村口は，「地方の先人たちがあれだけ先行投資して，地方消費を削減してまで私を育てたのに、成長した果実である税金は都市に落ちている(日本経済新聞夕刊2006年3月16日付)」とその理由を指摘すると共に，

地方出身者が，税金の一部をふるさとへ納税する税制を提案し議論を呼んだ．いわゆるふるさと納税は、2008 年に施行された．村口は，「投資をするなら，地方の無名の若者がいい．ディー･エヌ･エーへの投資では，当初，赤字続きで，数十億円を溝に捨てたといわれても仕方がない状態であった．しかし，当時の南場さんには，私と同じ地方出身の無名の若者ならでは，根性を感じていた．VCist として，起業家と毎日起こることを共に考え，必死で対応する．このことで，私自身も成長した」と総括する(株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ村口和孝代表インタビュー，2014 年 7 月 17 日)．

謝辞
本事例研究は，立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム 2014 における株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズの村口和孝代表の講演をベースに作成したものである．また，本事例研究作成あたっては，資料の提供，及び，追加のインタビューにご協力頂いた．村口和孝代表はじめ日本テクノロジーベンチャーパートナーズの関係者に対し，特にここに記して謝意を表する．

図表１　株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズの概要

社名	株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズ
設立年	1998 年 7 月 14 日
代表取締役	村口和孝
住所	〒158-0082 東京都世田谷区等々力 4-1-1　尾山台駅前ビル 4 階
活動内容	1. 投資事業組合の投資活動事務管理受託 NTVP 投資事業有限責任組合等の企画設計・運営・事務等の作業受託 2.　アントレプレナーシップ，ベンチャーキャピタル，ベンチャー支援に関するリサーチ活動（中央官庁，地方自治体・大学・研究所・メディア等と協力） 3.　啓蒙・出版等 （企業エンジニア，ベンチャーキャピタル担当者，研究者，学生等に向け て）著作活動（新聞，雑誌，書籍，メールマガジン，ブログ等） 4.　ボランティア事業 NTVP カンファレンス（組合員・支援者・大企業・大学研究者等への説明・交流会）の開催，青少年起業体験プログラムの企画・運営 シード段階におけるベンチャープロジェクトの支援 学生のベンチャー活動に対する支援・評価

出所: 株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズのホームページ(http://www．ntvp．com/index．html)より作成

図表 2. 株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズの投資事業組合

日本テクノロジーベンチャーパートナーズ i-1 号投資事業有限責任組合	
設立	1998 年 11 月 1 日
組合構成員	有限責任組合員:公開会社オーナー等，起業を理解する篤志家
	無限責任組合員:村口和孝
日本テクノロジーベンチャーパートナーズ i-2 号投資事業有限責任組合	
設立	1999 年 11 月 1 日
組合構成員	有限責任組合員:公開会社オーナー等，起業を理解する篤志家
	無限責任組合員:村口和孝
日本テクノロジーベンチャーパートナーズ i-3 号投資事業有限責任組合	
設立	2000 年 2 月 29 日
組合構成員	有限責任組合員:公開会社オーナー等，起業を理解する篤志家
	無限責任組合員:村口和孝
日本テクノロジーベンチャーパートナーズ i-4 号投資事業有限責任組合	
設立	2000 年 9 月 19 日
組合構成員	有限責任組合員:公開会社オーナー等，起業を理解する篤志家
	無限責任組合員:村口和孝
日本テクノロジーベンチャーパートナーズ i-5 号投資事業有限責任組合	

設立	2004 年 3 月 26 日
組合構成員	有限責任組合員：機関投資家
	無限責任組合員：村口和孝
日本テクノロジーベンチャーパートナーズ i-6 号投資事業有限責任組合	
設立	2006 年 3 月 22 日
組合構成員	有限責任組合員：機関投資家
	無限責任組合員：村口和孝
日本テクノロジーベンチャーパートナーズ i-7 号投資事業有限責任組合	
設立	2007 年 8 月 29 日
組合構成員	有限責任組合員：機関投資家
	無限責任組合員：村口和孝

出所: 株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズのホームページ(http://www．ntvp．com/index．html)より作成

図表 3. 株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズの主な投資先

株式会社アイ・ピー・エス（国際通信，通販，CS 放送，人材関連）

国際通信サービスを軸に，在日外国人（特にフィリピン人）のニーズに応える形で通販，CS 放送，人材開発事業等を展開．

株式会社アキブホールディングス（ネットワークボード開発）

複数のサーバー及びコンピュータを超高速ネットワークで結合し，全体としてコンピューティングのパフォーマンスを格段に向上させることが可能な技術である．

株式会社アクティブ・ケア（訪問看護）

看護師・理学療法士による専門性の高い訪問介護サービス及び高齢者向け介護施設を展開する一方，循環器系の医療用具を大手病院へ販売．

株式会社イメージワン（デジタル画像システム）

医療診断画像・衛星画像に特化した画像システムを手掛ける．徹底した技術サポートと，優良企業，病院や大学との提携が強み．ヘラクレス公開企業

インフォテリア株式会社（XML ソフト開発）

先進の XML 技術をベースに，様々なデータ交換・システム連携を容易に実現するソフトウェアの開発・販売を行う．主力製品のパッケージソフト「ASTERIA WARP」は導入実績 780 社を超え，現在国内 EAI 製品シェア No．1．また，ネットサービス（SaaS）やスマートフォン向け事業も展開している．2007 年 6 月上場．

株式会社ウォーターダイレクト（ミネラルウォーター宅配事業）

ボトル回収・洗浄が不要となるワンウェイ方式でのミネラルウォーターHOD（ホーム＆オフィスデリバリー）事業．富士吉田の工場にて採取した，今話題のバナジウムを豊富に含む天然アルカリ水「クリティア 25」を冷温両用のウォーターサーバーと共に提供する．

エイケア・システムズ株式会社（ソフトウェア開発 ＆ SI）（現エクスペリアンジャパン）

メール配信管理ソフトウェア「MailPublisher」をベースに，メッセージングシステムの導入コンサルティングから開発・運営を提供．日本最大級の配信 ASP 実績．三菱総研と提携．

エナックス株式会社（次世代電池開発）

ノートPCやデジタルカメラ用の外付けバッテリーの製造販売を行いながら，次世代電気自動車・電気自転車向け大型バッテリーの開発も手掛ける.

株式会社クオカプランニング（製菓材料のネット販売）

家庭での手作りを「もっとおいしく，もっと楽しく！」することを目的に材料・道具・焼型等3，500点を「cuoca」ECサイト及びリアル店舗（自由が丘・新宿・福岡・高松）で販売. 手作りお菓子キットの卸販売（ロフトや東急ハンズ向け）等も行う.

株式会社ザクセル（デジタルデータの圧縮・同期技術開発）

独自開発した，世界最高水準の完全可逆式ロスレス圧縮技術を使ったデジタルコンテンツの捕獲，記録，編集，配布用のデジタルビデオサーバーを提供.

株式会社ジェノメンブレン（創薬支援）

医薬品開発における新規薬剤の部位選択性や薬物効果の向上，副作用の減少等，特異的な薬剤ターゲティングやデリバリーの研究開発支援サービスを行うバイオベンチャー.

ジャパンケーブルキャスト株式会社（ケーブルTV番組配信サービス）

全国のCATV局のデジタル化ハイビジョン化に対応する為，放送と通信の融合時代にあって，高度なネットワークサービスを提供する「J-HITS」を提供する.

シンセラ・テクノロジーズ株式会社（高速タンパク解析診断）

同時多項目・高感度な蛋白アッセイ技術と，臨床現場とのトランスレーショナル・リサーチの成果を活用し，未来の医療に貢献する判定精度の高い診断システムを提供する.

株式会社TAKIZAWA OFFICE（デザイン事務所）

前職イッセイミヤケでクリエイティブディレクターを務めていた滝沢氏による，服飾・雑貨等のデザイン企画等. 日本のハイテク素材や伝統的技術を活かす. 東レ，三陽商会等と提携.

株式会社ディー・エヌ・エー（ネットオークション・携帯SNS運営）

1999年オークション&ショッピングサイト「ビッダーズ」をスタートし，2004年にはケータイオークションサイト「モバオク」，アフィリエイトネットワーク「ポケットアフィリエイト」等のモバイル事業を開始. 2006年2月開始のケータイ総合ポータルサイト「モバゲータウン」（http://mbga. jp/）は，会員1，500万人を突破，月間ページビュー190億を超える日本最大級の携帯サイトに成長. 2005年2月マザーズ上場. 2007年12月東証一部に上場.

株式会社テクノリンク（低周波治療器等開発）

医科向け低周波治療器「テクトロン」は波形理論で特許を取得. エステ・スポーツ業界向けに，痩身・筋力増強を目的としたEMS機器も販売している.

株式会社トリニティーセキュリティーシステムズ（セキュリティー技術開発）

従来のVPN方式以上に安全且つ高速な通信技術であるIPN（Identified Private Network）方式を開発する一方，独自技術によるデジタル著作物保護及び機密情報漏洩防止関連のアプリケーション及び独自認証技術の提供.

ナイトライド・セミコンダクター株式会社（紫外LED開発）

徳島大学工学部酒井教授が開発した技術を元に，窒化ガリウムを利用した紫外線LEDの開発を行う. 特に短波長かつ高出力の紫外線LED製造に強みをもち， 照明・医療・環境装置等様々な用途への応用が期待される.

株式会社PTP（TV情報サービスの提供及び関連ハードウェア開発）

最大8チャンネル最長2週間分のTV番組を自動録画するレコーダー「SPIDER」シリーズの開発・販売. 録り貯めた膨大な番組やCMを検索しピンポイントで頭出し再生が可能. 約300社の企業で採用され，広告・宣伝・マーケティングのプロが愛用している.

マセマテック株式会社（半導体回路技術開発）

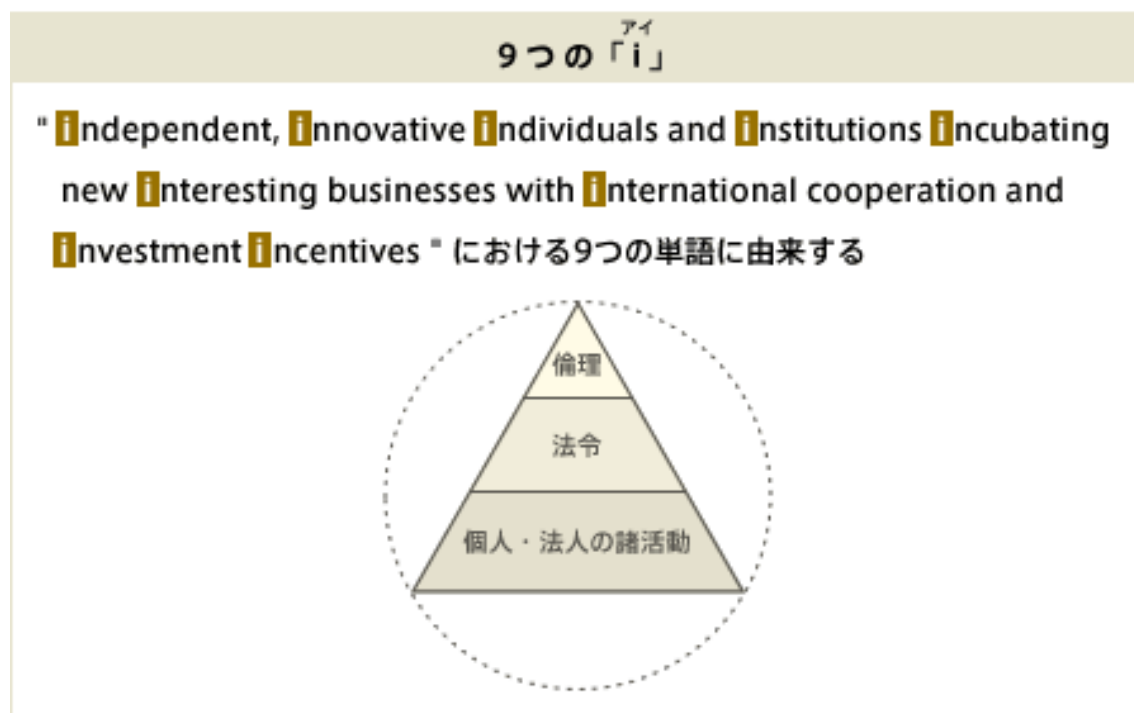
数学的手法を用いて，半導体回路の縮小化の技術を開発. PCや家電製品等で更なる低電力化が実現できる.

株式会社ユビキタス ・ビジネステクノロジー（携帯・Webシステム開発運用）

キャリア/公式携帯サイト・企業系サイト等の，携帯サイト制作・運用支援ASPサービス「MS2」のソフトウェアの開発・販売お

よび，MS2 を応用したソリューションの開発.

出所：株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズのホームページ(http://www．ntvp．com/index．html)より作成

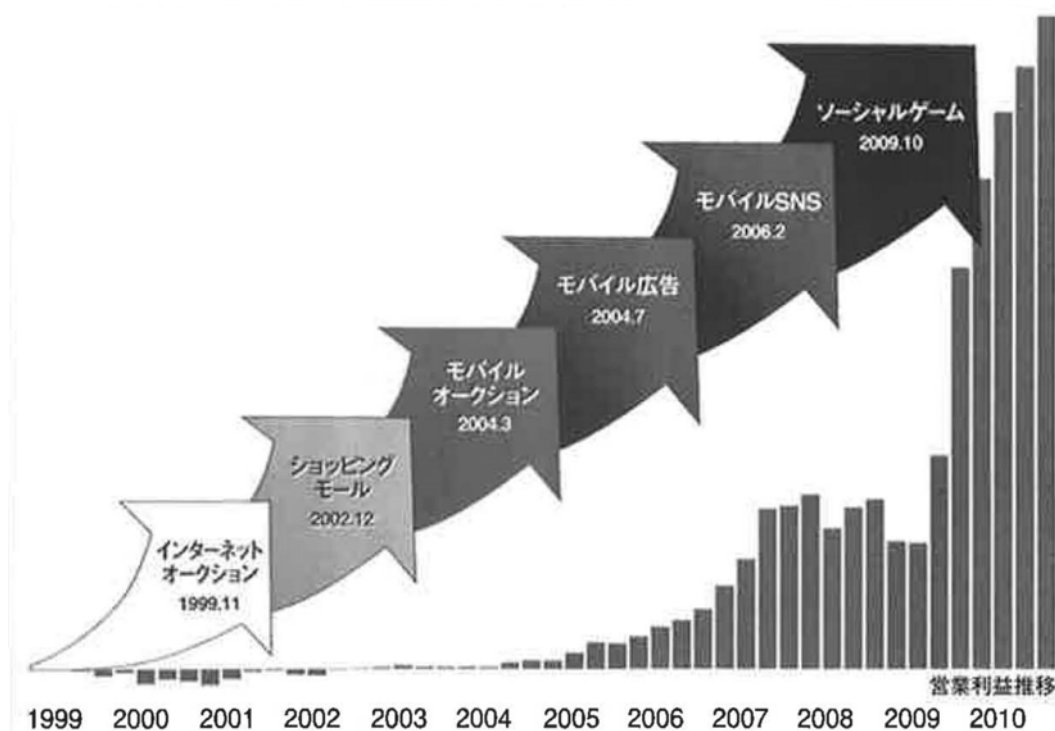
図表 4．株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズの運営コンセプト

出所：株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズのホームページ(http://www．ntvp．com/index．html)より作成

図表 5　インフォテリア株式会社の沿革

1998 年	9 月	平野洋一郎と北原淑行が当社創立
1999 年	1 月	世界初の商用 XML エンジン「iPEX」を発売
	10 月	「XML Solution Components」を発売
2000 年	10 月	「Asteria for RosettaNet」を発表（2001 年 1 月発売）
2001 年	1 月	XML 技術者教育制度「ICEC」を開設
	10 月	XML 技術者認定制度「XML マスター」を開始
2002 年	6 月	「ノン・コーディング」コンセプトの「ASTERIA R2」を発売
2003 年	10 月	「ASTERIA 3」を発売
2004 年	1 月	「XML マスター」を世界各国で提供開始
	4 月	米国 100%子会社（サンマテオ市）を設立
2005 年	10 月	「ASTERIA」の導入企業数が 200 社を突破
2006 年	9 月	「ASTERIA」の導入企業数が 300 社を突破
	9 月	「ASTERIA」EAI 国内シェア No. 1 に（テクノシステムリサーチ社「2006 年ソフトウェアマーケティング総覧」による）
2007 年	1 月	「ASTERIA WARP」を発売

	6月	東京証券取引所マザーズ上場
	9月	「ASTERIA」2年連続EAI国内シェアNo. 1に(テクノシステムリサーチ社「2007年ソフトウェアマーケティング総覧」による)
	10月	インフォテリア・オンライン株式会社(100%子会社)設立
	10月	オンライン表計算サービス「OnSheet」を提供開始
2008年	1月	クラウド型データ連携サービス「ASTERIA On Demand」を提供開始
	2月	マスターデータ管理ミドルウェア「ASTERIA MDM One」を発売
	4月	オンライン付箋サービス「lino」を提供開始
	9月	「ASTERIA」の導入企業数が500社を突破
	9月	「ASTERIA」3年連続EAI国内シェアNo. 1に(テクノシステムリサーチ社「2008年ソフトウェアマーケティング総覧」による)
	10月	「Rejaw」を提供開始
2009年	6月	「Handbook」を提供開始
	6月	100%子会社[Infoteria Corporation USA]を閉鎖
	9月	100%子会社[インフォテリア・オンライン株式会社]と合併
	12月	「ASTERIA」の導入企業数が1, 000社を突破
2010年	3月	Twitter対応"つながる"iPhoneカレンダー「TwitCal」を提供開始
	10月	パーソナルクラウドとつながるカレンダー,「SnapCal」を提供開始

出所: インフォテリア株式会社のホームページ(http://www.　infoteria.　com/jp/)より再作成

図表6　株式会社ディー・エヌ・エーの事業展開と営業利益の推移

出所：村口(2010)

図表７　株式会社ディー・エヌ・エーの沿革

1999年	3月	有限会社ディー・エヌ・エーを設立
	8月	株式会社ディー・エヌ・エーに組織変更
	8月	本社を東京都渋谷区富ヶ谷一丁目17番9号に移転
	10月	本社を東京都渋谷区神山町5番3号に移転
	10月	オークションサイト「ビッダーズ」を開始
2000年	7月	提携サイトに対し「ビッダーズECプラットフォーム」を開始
	12月	本社を東京都渋谷区幡ヶ谷二丁目19番7号に移転
2001年	5月	会員制EC支援サービス「クラブビッダーズ」を開始
	5月	「ビッダーズ」をオークション＆ショッピングサイトにリニューアル
2002年	12月	「ビッダーズ」のショッピングサービスを「ビッダーズショッピング」として拡充
2003年	10月	「ビッダーズ」が改正古物営業法オークションに認定
2004年	3月	本社を東京都渋谷区笹塚二丁目1番6号に移転
	3月	ケータイオークションサイト「モバオク」を開始
	6月	携帯電話向け総合ショッピングサイト「ポケットビッダーズ」を開始
	7月	アフィリエイトネットワーク「ポケットアフィリエイト」を開始
2005年	1月	ケータイオークションサイト「auオークション」を開始（現：au one モバオク）
	1月	「ポケットビッダーズ」がｉモード公式メニューで初のオークションサービスを開始
	2月	東京証券取引所マザーズに上場
	6月	会社分割により分社化し，子会社　株式会社モバオクを設立
2006年	2月	ケータイゲーム＆ゲームサイト「モバゲータウン」を開始
	2月	携帯電話向け総合ショッピングサイト「auショッピングモール」を開始
	2月	子会社　株式会社モバコレを設立
	4月	携帯電話専用ファッション系ショッピングサイト「モバコレ」を開始
	5月	子会社　株式会社ペイジェントを設立
	7月	株式会社エアーリンク及び株式会社瀧本を子会社化
	7月	子会社　北京得那網絡科技有限公司（呼称：DeNA北京）を設立
	8月	株式会社ペイジェント，決済エスクローサービス〝モバペイ〟を「モバオク」「au オークション」にて開始
	11月	BtoBマーケットプレイス「ネッシー」を開始
2007年	2月	モバゲータウン公式ショッピングサイト「モバデパ」を開始
	2月	エアーリンク，オンライン海外航空券予約サイト「空丸」を開始
	2月	DeNA初の全国CM（一部地域を除く）がオンエア
	4月	スカイゲート株式会社を子会社化
	4月	エアーリンク，保険の総合Webサイト「総合保険センター」を開始
	12月	東京証券取引所市場一部に市場変更
	12月	中高年向けSNS「趣味人倶楽部」を開設
2008年	1月	米国にDeNA Global, Inc.を設立
	2月	結婚式場・結婚準備口コミサイト「みんなのウェディング」を開設
	2月	本社を東京都渋谷区代々木四丁目30番3号に移転
	3月	株式会社エアーリンクとスカイゲート株式会社が合併
	4月	「モバゲータウン」の会員数が1000万人を突破

	4月	新潟カスタマーサポートセンターを開設
	4月	「モバゲータウン」にて青少年の悩み相談に応じる専用窓口「モバゲー110番」を開設
	5月	モバイル向けP4P広告ネットワーク「ポケットマッチ」を開始
	9月	英語圏に向けたケータイSNSサイト「MobaMingle」試験版を開始
2009年	4月	「モバゲータウン」にて募金受付開始
	5月	エアーリンク，エクスペディアと連携し，パッケージツアーの販売を開始
	7月	中国最大級のモバイルSNSサービス「天下網」を展開する WAPTX LTD. を子会社化
	8月	「モバゲータウン」のオープン化を決定
	10月	米国Aurora Feint Inc. と資本業務提携
	10月	Ice Breaker U. S.， Inc. を子会社化
	10月	ソーシャルゲーム「怪盗ロワイヤル」の提供を開始
	12月	「モバイルアフィリエイト協議会」を発足
2010年	1月	モバゲーオープンプラットフォーム上でオープンゲームの公開を開始
	4月	子会社 株式会社エブリスタを設立
	4月	ヤフー株式会社との業務提携に合意
	5月	海外のiPhone/iPod touch向けに，コミュニティ機能「MiniNation」の提供を開始
	5月	Facebookのアプリとして，ソーシャルゲーム「Bandit Nation（日本名：怪盗ロワイヤル）」の提供を開始
	5月	インキュベイトファンド投資事業有限責任組合への出資
	6月	UGCメディア「E★エブリスタ」を開始
	7月	「モバゲータウン」の会員数が2，000万人を突破
	9月	米国Gameview Studios， LLCを子会社化
	9月	米国Astro Ape Studios， LLCと資本業務提携
	10月	PC上のソーシャルゲームプラットフォーム「Yahoo! モバゲー」を開始
	11月	米国ngmoco， Inc. を子会社化
	12月	「モバゲータウン for Smartphone」を開始
	12月	サムスン電子との業務提携に合意

出所: 株式会社ディー・エヌ・エーのホームページ(http://dena. com/)より再作成

参考文献

Hamao Yasushi, Frank Packer and Jay R. Ritter (2000) Institutional Affiliation and the Role of Venture Capital: Evidence from Initial Public Offerings in Japan, Pacific-Basin Finance Journal, 8, pp. 529-558.
OECD (2003) Science, Technology and Industry Scoreboard, OECD Publication Service.
OECD (2008) Science, Technology and Industry Outlook, OECD Publication Service. OECD (2013) Entrepreneurship at a Glance 2013, OECD Publication Service.
オムロン株式会社社内資料「京都エンタープライズディベロップメント(株)」.
財団法人ベンチャーエンタープライズセンター編(2012)「VC 投資動向調査」.
通商産業省(1996) 「ベンチャーキャピタル投資動向調査」
長谷川博和(2006)「日本におけるベンチャーキャピタルの IRR 向上の研究」早稲田大学大学院アジア太平洋研究科博士学位申請論文.
村口和孝(2008A)「人生は創業ベンチャーそのものだ」『企業家倶楽部』企業家ネットワーク.
村口和孝(2008B)「新しいコンセプトの個人型 VC 誕生秘話」『企業家倶楽部』企業家ネットワーク.
村口和孝(2008C)「なぜ創業ベンチャーインフォテリアへ投資したか」『企業家倶楽部』企業家ネットワーク.
村口和孝(2008D)「未来は自ら拓くもの」『企業家倶楽部』企業家ネットワーク.
村口和孝(2008E)「DeNA 南場智子社長との出会いと『樽酒事件』」『企業家倶楽部』企業家ネットワーク.
村口和孝(2010) 「インフォテリア上場とワイン蔵エアリエルの秘密」『企業家倶楽部』企業家ネットワーク.
村口和孝(2012) 「世界を切り拓く永久ベンチャーDeNA」『企業家倶楽部』企業家ネットワーク.
村口和孝(2013)『私は，こんな人なら，金を出す』講談社.

日本経済新聞夕刊 2006 年 3 月 16 日付
インフォテリア株式会社のホームページ(http://www. infoteria. com/jp/)
株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズのホームページ(http://www. ntvp. com/index. html)
株式会社ディー・エヌ・エーのホームページ(http://dena. com/)

設問

Q1-1. ベンチャーキャピタル投資について整理し，説明しなさい.

Q1-2. 日本のベンチャーキャピタル業界の特徴について整理し，説明しなさい.

Q2. 株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズの村口代表は， 1998 年 7 月，NTVP を設立する．村口代表の意思決定について，整理した上で，自らの考えを論じなさい.

Q3. 株式会社日本テクノロジーベンチャーパートナーズの村口代表の投資の特徴について整理した上で，自らの考えを論じなさい.

Q4. あなたは，ベンチャーキャピタリストとして，今，どの業界のどのような企業(できるだけ具体的な企業名を探すこと)に投資しますか．村口和孝代表への投資提案書を作成しなさい.